

La traversée de l'Atlantique

Le Monde du 13 janvier 2001

FAUT-IL AVOIR peur que la crise annoncée aux Etats-Unis ne traverse l'Atlantique ? Parfois, l'appréciation de l'euro et la baisse du prix du pétrole sont invoquées comme moteur de la croissance européenne à venir. Parfois, le ralentissement de l'économie américaine est considéré comme une mauvaise nouvelle pour l'activité économique en Europe. C'est à en perdre son latin, car, bien sûr, ces évolutions sont étroitement liées. Comment pourraient-elles être simultanément bonnes et mauvaises ? Essayons d'y voir clair.

La crainte d'une contagion à l'Europe de la récession américaine est fondée sur la théorie dite de " la locomotive " : la croissance en un pays, surtout en un grand pays, parce qu'elle conduit à une augmentation de ses importations, entraîne celle des autres pays. La thèse est tellement lumineuse par sa simplicité qu'elle est tenue pour vraie en dépit de son inspiration keynésienne à un moment où l'air du temps n'est pas favorable à cette doctrine. Selon cette thèse, les Etats-Unis auraient entraîné dans leur sillage le reste du monde. Le déficit croissant des échanges extérieurs outre-Atlantique dans les années 1990 est le témoin de cette transmission positive de la conjoncture américaine. Encore fallait-il que le moteur de la croissance aux Etats-Unis soit de grande puissance, pour non seulement que ce pays connaisse ses meilleures performances de l'après-guerre mais qu'il " tire " le reste du monde. Quels en étaient les ressorts internes ? Les réponses à cette question sont elles aussi assez convenues : Alan Greenspan ; un accord politique de réduction du déficit budgétaire ; les nouvelles technologies de l'information et de la communication ; la flexibilité du marché du travail. Elles renvoient à ce que beaucoup considèrent comme nos manques, en même temps qu'à ce que nous espérons de l'avenir. Ainsi serions-nous fondés à penser que le ralentissement ou, pis, l'arrêt du moteur américain aura forcément des répercussions négatives sur la croissance européenne. La thèse est de bon sens, mais, comme le soulignait Oppenheimer, " le bon sens a tort s'il nous conduit à penser que ce qui nous est familier devrait nécessairement réapparaître dans ce qui ne l'est pas et s'il nous fait espérer que chaque pays visité devrait ressembler au précédent ".

Depuis au moins le début des années 1980, la relation entre taux de croissance de part et d'autre de l'Atlantique a été tout sauf mécanique. On pourrait même y lire une transmission négative des conjonctures. La forte croissance américaine des années 1982-1986 a coïncidé avec un marasme certain en Europe. Et il en est de même de la période 1992-1997. Sauf à tenter de sauver la " théorie de la locomotive " en affirmant qu'il faut entre quatre et six ans pour que les bonnes nouvelles traversent l'Atlantique (mais alors ce n'est qu'en 2004 qu'il faudrait s'inquiéter des conséquences des mauvaises nouvelles présentes), il vaut mieux se rendre à l'évidence d'une désynchronisation des cycles de croissance depuis au moins vingt ans.

Le paradoxe apparent est que le ralentissement américain devrait avoir des effets expansionnistes en Europe. Le paradoxe n'est qu'apparent parce que, dans une tentative de reconstruction de la théorie des économies ouvertes (*The Slump in Europe, Reconstructing Open Economic Theory*, Basil Blackwell, 1988), j'ai montré, avec Edmund Phelps, que la transmission mécanique des conjonctures pouvait être plus que compensée par d'autres effets transitant par d'autres marchés que celui des biens et services, les marchés obligataires et du crédit, les marchés des changes, et ceux des matières premières notamment. La baisse du rythme de croissance de l'investissement aux Etats-Unis réduit le prélèvement de ce pays sur l'épargne mondiale, ce qui devrait conduire à une baisse potentielle des taux d'intérêt longs ; potentielle parce qu'il se pourrait bien que d'autres régions en profitent pour investir davantage, et donc accélérer leur croissance.

La globalisation des marchés de capitaux permet en effet une réallocation rapide de l'épargne mondiale. Cet effet est magnifié par les anticipations des marchés sur les taux de change. Les premiers indices clairs de ralentissement aux Etats-Unis ont déjà conduit à une dépréciation du dollar, et surtout à une anticipation de la poursuite de cette dépréciation. Et il faut convenir qu'il est évidemment préférable de détenir son épargne en une monnaie dont on anticipe l'appréciation (l'euro) plutôt que l'inverse.

D'autre part, l'appréciation effective de l'euro réduit les tensions inflationnistes en Europe et accroît significativement les marges de manœuvre de la politique monétaire, d'autant que l'on ne peut qu'anticiper la poursuite de la baisse des taux courts aux Etats-Unis. Enfin, la baisse de la croissance américaine affecte le prix des matières premières, notamment celui du pétrole, ce qui réduit à la fois les risques d'inflation et les coûts des entreprises, et augmente le pouvoir d'achat des ménages. Un troisième effet est lié au comportement stratégique des entreprises. La baisse des taux longs (et courts) d'intérêt leur permet de réduire leurs marges de profit pour investir en un certain nombre

d'actifs immatériels, tels que leur part de marché, la qualification de leurs travailleurs, la recherche et développement etc. Si, par exemple, une réduction de ses marges équivaut pour une entreprise à renoncer à des profits présents, elle lui permet, en contrepartie, d'attirer une clientèle supplémentaire du fait d'un meilleur rapport qualité-prix. C'est un investissement que l'entreprise réalise dans sa part de marché future, et dont le rendement est d'autant plus élevé que le taux d'intérêt est bas.

MIMÉTISME

A une époque où les marchés financiers ont valorisé avec de tels excès les clientèles d'entreprises (par exemple, le nombre d'abonnés au téléphone), on comprend intuitivement à quel point un tel investissement peut être rentable. Pour des raisons du même ordre, l'appréciation de l'euro incite les entreprises européennes à resserrer leurs marges pour répondre à l'intensification de la concurrence étrangère que cette appréciation implique, c'est-à-dire pour défendre leur part de marché. Or une baisse des marges des entreprises a le même effet positif sur la croissance, notamment celle de l'emploi, qu'une baisse des coûts, lorsqu'elle n'est pas réaction à une mauvaise conjoncture, mais le moyen d'un investissement sur l'avenir. C'est là aussi une conclusion que l'expérience surtout récente des marchés financiers nous permet de mieux comprendre : nombre d'entreprises ont vu leur cours boursier s'accroître, alors même que leurs marges présentes (c'est-à-dire leurs profits) étaient négatives.

Certes, il demeure l'inquiétude d'une contagion des évolutions boursières de part et d'autre de l'Atlantique, les places financières semblant beaucoup plus solidaires que les taux de croissance. Mais, en toute logique, un tel mimétisme ne devrait être, s'il se produisait, que de court terme, car, d'une part, les surévaluations boursières n'ont pas été de même ampleur en Europe et à Wall Street et, d'autre part, l'appréciation de l'euro est, notamment, la conséquence d'une inversion des flux de capitaux au profit de l'Europe. Si les capitaux retraversent l'Atlantique, c'est bien pour s'investir quelque part.

Il faudrait vraiment que les politiques économiques deviennent particulièrement maladroites pour que notre région manque cette occasion d'une accélération non inflationniste de la croissance, alors même que les moteurs internes de l'Europe sont déjà allumés. Le pire n'est pas toujours certain, et il me semble même qu'il est des plus improbable.